

7. Crises financières : à quoi sert l'histoire ?

Pierre-Cyrille Hautcœur

Dans Regards croisés sur l'économie 2011/2 (N° 10), pages 95 à 109
Éditions La Découverte

ISSN 1956-7413
ISBN 9782707170057
DOI 10.3917/rce.010.0095

7

Crises financières : à quoi sert l'histoire ?

Pierre-Cyrille Hautcœur
directeur d'études à l'EHESS
et professeur à l'École d'économie de Paris

Qu'apporte l'étude de l'histoire financière à la résolution des crises présentes ? Les transformations de la finance tant dans ses produits que dans sa globalisation conduisent souvent à penser que le passé ne peut plus servir de guide à l'action des gouvernements ou des acteurs privés. Cette affirmation est juste à certains égards car, à n'en pas douter, les technologies ont évolué et de nouveaux produits financiers sophistiqués sont apparus en grand nombre au cours des trente dernières années. Pourtant, l'histoire fait apparaître de nombreuses constantes, qui ne permettent certes pas de tester des lois immuables, ni d'ailleurs de faire des recommandations précises de politique économique (dans un domaine où les détails importent souvent), mais qui peuvent aider les décideurs à prendre du recul, à envisager un ensemble plus vaste de solutions, à imaginer leurs conséquences au-delà du court terme.

Pour bénéficier de cet élargissement « culturel », il n'est pas souhaitable de chercher strictement dans le passé des situations ressemblant fortement à celles qui nous

entourent. Il convient plutôt d'essayer de comprendre en profondeur des situations passées dans toute leur spécificité et leur complexité, car c'est à cette compréhension que les leçons pour aujourd'hui ressortissent.

À cet égard, les méthodes de l'historien doivent compléter celles de l'économiste. Quand l'économiste conçoit ou utilise un modèle théorique simple, mais – espère-t-il – adapté, l'historien cherche d'abord à choisir les éléments de base de ce modèle en reconstituant un contexte dont il ne postule pas *a priori* qu'il en connaît déjà la clé. Il a la chance d'accéder à des sources rarement disponibles dans l'actualité, comme les débats au sein des ministères ou des conseils d'administration, et surtout de se trouver face à des objets étranges parce que disparus, dont l'opacité pour les regards actuels requiert une observation et une analyse que l'on tend à négliger pour les objets contemporains dont l'évidence nous semble s'imposer. Deux exemples tirés de mes recherches récentes permettent d'illustrer cette méthode. Le premier porte sur la manière de résoudre les crises bancaires. Le second s'intéresse aux relations entre organisation boursière et stabilité des marchés financiers. La conclusion présentera quelques propositions de politique économique issues de ces réflexions historiques.

La chute du Comptoir d'escompte et l'intervention de la banque centrale lors des crises

La seconde moitié du XIXe siècle connaît des innovations financières majeures : développement rapide des marchés boursiers autour des titres de chemins de fer à partir de 1840, intégration internationale grâce aux technologies de communication (télégraphe, puis téléphone) qui

permettent un arbitrage rapide sur des titres largement diffusés (chemins de fer américains, dettes publiques espagnole, ottomane, russe…), développement des banques de dépôt à larges réseaux d'agences permettant de collecter l'épargne et d'unifier les territoires nationaux. Concernant les banques, plusieurs modèles s'affrontent. Le modèle anglais comporte des banques spécialisées : banques d'affaires (organisant fusions, acquisitions et émissions de titres publics ou privés), banques de dépôt recevant des dépôts d'un large public et pratiquant l'escompte de papier de commerce, *merchant banks* finançant le commerce international. En Europe continentale, la concentration est plus lente et nombre de banques, même importantes, évitent de se spécialiser : ce sont les banques universelles, qui, suivant le modèle de la Société générale de Belgique dès 1822, du Crédit mobilier des frères Pereire après 1852 et des grandes banques allemandes après 1870, pratiquent à la fois la banque d'affaires et la banque de dépôt, avec le risque d'immobiliser les dépôts à vue de leur clientèle dans des opérations de long terme.

En France, plusieurs banques de dépôt se développent : le Comptoir d'escompte, fondé en 1848, le Crédit lyonnais (1863), la Société générale (1865) et l'Union générale (1878). Créée pendant la période de développement financier rapide qui suit, en France, la guerre de 1870 et les grandes émissions publiques requises par le paiement des réparations imposées par l'Allemagne (et qui totalisent environ 25 % du PIB), l'Union générale immobilise des ressources importantes dans différentes entreprises en France (Lyonnaise des eaux) et en Europe centrale (chemins de fer serbes…). En 1882, sa faillite retentissante au milieu d'un krach boursier de grande ampleur provoque une immense confusion et contribue largement à une récession qui se

prolonge durant toute la décennie 1880 (le PIB ne retrouve son niveau de 1882 qu'en 1889). Plusieurs réformes sont mises en place pour tirer les leçons de cette crise. Après des années de débat, la loi sur les faillites est amendée en 1889 de manière à permettre des restructurations en évitant autant que possible la liquidation complète (qui s'est révélée effroyablement compliquée dans le cas de l'Union générale). Les opérations à terme en Bourse sont légalisées en 1885, ce qui permet de les faire appliquer et d'éviter le chaos qui peut résulter en Bourse de l'usage abusif de l'exception de jeu [1].

Néanmoins, rien n'est vraiment prévu en cas de panique et de ruée (*run*) des déposants d'une banque, malgré l'exemple britannique : en 1866, la Banque d'Angleterre est intervenue pour fournir de la liquidité lors d'une crise financière, ce qui a donné lieu à une doctrine exposée dans le *Lombard Street* de Walter Bagehot (1873). Cette doctrine affirme que, en cas de crise bancaire liée à un problème de liquidité (spécialement lors d'un *run*) sans crainte d'insolvabilité, la banque centrale doit fournir abondamment de la liquidité au marché, mais à des prix élevés, de manière à faire payer leur salut aux imprudents, et à condition d'avoir des garanties sûres. En 1882, la Banque de France a considéré l'Union générale comme insolvable et s'est refusée à la sauver, mais chacun s'est demandé par la suite si la longue récession qu'avait connue la France n'avait pas été un prix trop élevé à payer pour ce refus.

---

1 L'article 1965 du code civil dispose que « la loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari ». Les opérations à terme étant illégales avant la loi de 1885, certains spéculateurs n'hésitaient pas à refuser de payer en cas d'issue défavorable, considérant ces opérations comme un « jeu ».

En 1889, la Banque de France modifie son attitude sans pour autant suivre la leçon britannique et son intervention mérite d'être méditée [2]. La crise vient, cette fois, du Comptoir d'escompte. Réputée prudente, cette banque s'est alors engagée depuis quelques années dans des opérations financières peu connues du grand public, masquées hors bilan, mais qui lui permettent d'accroître régulièrement ses dividendes alors que le reste des banques (hors le Crédit lyonnais en pleine conquête de la province par un semis de succursales pratiquant la banque de dépôt la plus prudente) voit les siens baisser du fait de la récession.

Le Comptoir s'est en particulier laissé embarquer par son directeur Eugène Denfert-Rochereau (le frère du « Lion de Belfort ») dans une opération considérable de spéculation sur le cuivre. Cette opération, pilotée par Eugène Secrétan, directeur de la Société des métaux (la première entreprise mondiale de la métallurgie du cuivre), vise rien moins qu'à prendre le contrôle du marché mondial du cuivre par l'achat de l'ensemble des stocks disponibles et, par des opérations à terme, des livraisons des principales mines durant les trois années suivantes. Les montants concernés (plusieurs centaines de millions de francs, peut-être 2 % du PIB) sont très importants tant par rapport aux fonds propres de la Société des métaux (25 millions, augmentés à 50 en 1888) qu'à ceux du Comptoir d'escompte (80 millions). Dès le démarrage de l'opération à l'automne 1887, le cours du cuivre monte de 40 livres sterling à près de 80 la tonne. Mais la production augmente, tandis que les industriels réduisent leur consommation et qu'un marché du cuivre usagé se développe. Rapidement, la Société des métaux doit accumuler des stocks considérables, que les

2 Cette partie s'appuie largement sur Hautcœur, Riva et White (2011).

quelques banques d'affaires qui la soutiennent dans sa spéculation sont incapables de financer, tandis que la Banque de France rechigne à satisfaire les demandes d'escompte des *warrants* de cuivre (des crédits gagés par les stocks déposés dans les magasins généraux).

Le Comptoir d'escompte joue un rôle croissant, grâce aux liquidités que lui fournissent ses dépôts. La rumeur se répand que la Société des métaux ne parviendra pas à sortir gagnante de son opération et le cours de son action baisse à partir du milieu de 1888. À la fin de l'hiver, après plusieurs expédients risqués, la Société des métaux est aux abois. Le Comptoir veut accroître ses emprunts à la Banque de France, qui exige une clarification de ses comptes. Après l'avoir fournie, Denfert-Rochereau se suicide le 5 mars 1889, ce qui provoque la ruée des déposants aux guichets du Comptoir.

Au lendemain de la crise boulangiste et à la veille d'une Exposition universelle jugée cruciale pour la survie du régime républicain, le gouvernement ne peut rester inactif devant la chute d'une des principales banques du pays. Il craint en outre la contagion vers d'autres banques, tant la situation réelle du Comptoir lui est incertaine. Le ministre des Finances Maurice Rouvier réunit donc les dirigeants des principales banques et exige d'eux de garantir à hauteur de 20 millions un prêt de 100 millions de la Banque de France au Comptoir. Le lendemain matin, le conseil général de la Banque connaît une séance houleuse lorsque le gouverneur le convoque pour discuter de la demande du ministre. Banque privée, la Banque de France pourrait hésiter à consentir des prêts à une banque que ses spéculations ont sans doute rendue insolvable ; mais ce sont plutôt deux arguments de principe qui sont invoqués par les régents réticents. En premier lieu, la Banque ne saurait, disent-ils, prêter que sur du papier sûr, ce qui est loin d'être le cas de tout ce

que lui propose le Comptoir. Ensuite, et plus gravement, la suspicion règne parmi les régents quant à la participation de certains à l'« opération des cuivres », ce qui créerait un conflit d'intérêts puisque certains régents bénéficieraient indirectement du sauvetage. La décision de refinancement n'est prise que de justesse à la majorité qualifiée requise, et Frédéric Pillet-Will, dont la famille siège au conseil général presque depuis la fondation de la Banque, démissionne en refusant d'endosser la décision.

De fait, deux des trois censeurs de la Banque de France (qui auraient dû contrôler strictement les risques encourus par celle-ci) sont au conseil d'administration du Comptoir, de même que le banquier Girod, associé dans la banque André, Girod & Cie à l'un des régents de la Banque (André), tandis que le membre le plus influent du conseil général, Alphonse de Rothschild, a participé au moins au début au « syndicat des cuivres » et est certainement bien informé de la situation.

Plus profondément, les conflits d'intérêts sont omniprésents dans cette affaire. Le président du Comptoir, Édouard Hentsch, participe à l'opération *via* sa banque familiale Hentsch frères et siège au conseil de la Société des métaux. Un autre banquier privé, Ghesquière (d'Eschger, Ghesquière & Cie), siège au comité d'escompte du Comptoir. D'autres administrateurs relient ces sociétés et la Banque de Paris et des Pays-Bas. De toute évidence, une partie de la place financière de Paris a non seulement spéculé sur le cuivre (ce qui est son droit tant qu'elle engage ses propres capitaux), mais elle a tout fait pour associer le Comptoir à cette opération malgré ses statuts et pour faire sauver l'opération par la Banque de France.

La liquidation de l'opération a lieu avec fermeté et la Banque y joue un rôle essentiel. La Société des métaux est

liquidée, ses administrateurs poursuivis pour avoir réalisé des opérations contraires aux statuts (qui ne prévoient que des opérations industrielles et commerciales ordinaires), son directeur condamné et emprisonné. Le Comptoir est restructuré en un nouveau Comptoir national d'escompte de Paris. Les anciens actionnaires, considérés comme victimes plutôt que comme coupables, perdent l'essentiel de leurs avoirs, mais sont autorisés à souscrire les nouvelles actions de manière préférentielle et le font à hauteur de la quasi-totalité, témoignant de leur capacité à distinguer le « fonds de commerce » de la banque de l'opération spéculative qui l'a conduite à sa perte. Ils obtiennent en compensation de leur perte des parts de fondateurs. Le conseil d'administration est poursuivi (sur les fortunes personnelles de ses membres et, en premier lieu, de son président).

Quoi qu'il en soit, l'opération de sauvetage est un succès : aucune contagion n'affecte les autres banques (le cours des actions de la Banque de Paris et des Pays-Bas baisse brutalement, mais dans des proportions qui restent limitées, aucune ruée vers les dépôts n'est observée). La Banque de France met quelque temps à liquider les actifs du Comptoir qu'elle a en garantie, mais elle ne subit finalement aucune perte. Le nouveau Comptoir national retrouve rapidement le niveau d'activité de son ancêtre. Surtout, la reprise économique n'est interrompue par aucune crise bancaire significative avant 1914, et la décennie 1890 voit éclore la croissance brillante de la Belle Époque.

L'organisation des marchés boursiers en France au XIXe siècle

Quand la Bourse de Paris est rétablie à la suite de la tourmente révolutionnaire, son organisation – comme

celle de la Banque de France – ferme dans une large mesure la parenthèse libérale de la Révolution et retrouve des caractéristiques d'Ancien Régime [3]. La Compagnie des agents de change est une véritable corporation, avec ses privilèges (un monopole sur les transactions, une juridiction largement autonome sur ses membres) et ses contraintes (officiers ministériels, les agents de change ne peuvent faire d'opérations boursières pour leur propre compte et ils doivent rendre publiques leurs opérations).

L'avantage d'une organisation boursière de ce type est la transparence et la qualité des prix, qui résultent d'un processus de centralisation des ordres difficile à manipuler, même pour les intervenants les mieux informés. L'inconvénient est qu'elle est coûteuse, en organisation et donc en coûts de transaction pour les intervenants : les agents de change, ne pouvant gagner leur vie en pratiquant l'arbitrage pour leur propre compte, doivent demander des commissions assez élevées. Surtout, il est difficile de faire appliquer ce monopole dans un pays où règne la liberté des échanges : chacun peut acheter et vendre pour son propre compte et prétendre ne pas être un intermédiaire, même s'il l'est effectivement. De cette manière, un marché boursier parallèle, la Coulisse, apparaît presque en même temps que le marché officiel.

À l'inverse du Parquet (le marché officiel), ce marché ne centralise pas les ordres (mais est constitué d'une multitude d'opérations bilatérales), les prix n'y sont pas publics, ce qui facilite les manipulations de cours, mais les commissions y sont proches de zéro. À mesure que le gouvernement tente de rendre plus solide et plus fiable le marché officiel, sa

3 Cette partie s'appuie largement sur Hautcœur (2007), Hautcœur, Rezaee et Riva (2010) et Hautcœur et Riva (2011).

séparation d'avec la Coulisse s'accroît. C'est le cas avec les réformes de 1816 qui accroissent la capacité de sanctions de la Chambre syndicale des agents de change (le « gouvernement » du Parquet) sur ses mandants, ou plus encore avec l'accroissement de la solidarité entre agents de change par la création d'un fonds commun destiné à assumer les pertes pour la clientèle en cas de faillite d'un agent de change.

On serait tenté de considérer – avec nombre d'économistes de l'époque – soit la Coulisse comme un marché de spéculateurs dangereux pour la stabilité de la place financière de Paris, soit le Parquet comme un monopole inefficace et coûteux, et de plaider soit pour une répression renforcée de la première, soit pour la suppression du monopole et la libéralisation de l'activité boursière. En fait, ces marchés sont complémentaires bien plus que concurrents : ils sont utilisés par des publics différents (les « pères de famille » pour le Parquet, les professionnels de la finance pour la Coulisse), des émetteurs différents (collectivités publiques et grandes entreprises françaises pour le Parquet, titres plus « exotiques » et PME pour la Coulisse), et sont spécialisés dans des opérations différentes (au comptant au Parquet, à terme et optionnelles en Coulisse). Sans la Coulisse, le Parquet aurait sans doute été peu incité à innover et, sans le Parquet, la Coulisse aurait sans doute fait courir trop de risques au grand public épargnant.

Plusieurs réformes au cours du XIX[e] siècle confirment cette complémentarité. En 1859, après une décennie d'innovation organisationnelle (amélioration des systèmes de compensation, de paiement et de livraison, en coopération avec la Banque de France) et de fort développement grâce à l'introduction des grandes compagnies de chemins de fer, le Parquet tente d'absorber la Coulisse. D'un côté, il la fait condamner par la justice pour infraction au monopole,

de l'autre, il offre des fonctions nouvelles aux coulissiers dans ses propres charges et élargit son activité aux titres de la Coulisse. La tentative fait long feu. Les coulissiers devenus premiers commis des agents de change prennent trop de risques au goût de ceux-ci, tandis qu'un nouveau marché libre apparaît en marge. Très vite, la Coulisse se reforme tandis que les agents de change limitent leur activité aux titres et opérations qui leur conviennent.

En 1893, tentative inverse : avec l'appui des banques commerciales qui placent désormais des émissions auprès de leur clientèle et trépignent de devoir transmettre les ordres de leur clientèle au Parquet, les coulissiers obtiennent la légalisation de leurs opérations au détour d'une loi de taxation des transactions boursières, qui vise d'abord à réduire la spéculation. La réforme ne fait pas l'unanimité : outre les agents de change, une partie du patronat affiche sa préférence pour un marché organisé sur lequel les fluctuations de cours devraient être moindres qu'en Coulisse. Or deux ans plus tard éclate le krach des mines d'or, dans lequel s'achève en désastre une bulle spéculative durant laquelle la Coulisse a introduit et diffusé en France les titres d'un grand nombre de sociétés minières, principalement de sociétés anglaises opérant dans le Transvaal. Ajoutée à une campagne germanophobe et antisémite à l'encontre des coulissiers dans un contexte marqué par l'affaire Dreyfus, cette crise conduit en 1898 le Parlement à annuler la réforme de 1893 et à restaurer, et même renforcer, la position du Parquet.

Ces épisodes de changement brutal d'organisation du marché permettent d'évaluer l'efficacité des différentes solutions (marché dual, dérégulation). Les critères que l'on peut utiliser sont multiples : facilité d'accès des entreprises à la cotation, volumes de transactions, coût de transaction

pour les investisseurs, volatilité et risque, etc. Les réformes de 1893 et 1898, pour lesquelles des données détaillées ont été collectées, permettent de conclure que la dérégulation (l'égalité complète entre le marché réglementé et le marché libre) est sans doute plus coûteuse à certains égards que la solution duale (un marché réglementé privilégié en contrepartie de ses obligations de transparence et de protection des investisseurs). Si les volumes de transactions sont supérieurs en Coulisse (et sans doute dans la solution libérale), les coûts complets de transaction (incluant non seulement la commission, mais aussi le prélèvement implicite des coulissiers correspondant à la marge entre leur prix d'achat et leur prix de vente) y sont plus élevés qu'au Parquet, sans doute du fait d'une moindre transparence. Si la tentative de passage vers un marché libéralisé débouche (par malchance ?) sur un krach, le retour en 1898 à un marché dual, et même plus hiérarchisé en faveur du Parquet, ne provoque pas un ralentissement du développement financier. Les cotations et les volumes croissent rapidement à la Belle Époque avec des coûts de transaction sans doute les plus faibles du monde.

L'existence d'une forte réglementation du marché officiel ne semble pas – contrairement aux assertions de la plupart des économistes de l'époque – réduire le développement ou l'efficacité du marché boursier parisien, d'ailleurs le deuxième du monde jusqu'en 1914. La Coulisse contribue à ce succès en fournissant un lieu d'arbitrage pour les professionnels qui accroît la profondeur de l'ensemble du marché parisien et y attire des professionnels de qualité. Cette dualité entre un marché fortement organisé et un marché libre s'observe ailleurs dans le monde, que ce soit à New York (entre le New York Stock Exchange et le Consolidated Exchange ou le Curb) ou en Italie (entre les Bourses de Milan et de Gênes)

(sur New York, voir Davis et Neal (2005) ; sur l'Italie, voir Riva (2007)). Elle traduit sans doute une complémentarité efficace que certains modèles théoriques permettent d'ailleurs de préciser (Pirrong (1999) est sans doute le travail le plus influent dans cette perspective).

Quelles leçons tirer pour la politique économique ?

La crise de 1889 permet de mettre en évidence plusieurs éléments intéressants pour le décideur politique d'aujourd'hui. En premier lieu, les innovations dans les modes d'intervention des banques centrales (ou des gouvernements) peuvent être payantes si elles s'adaptent bien aux besoins du moment et sont assez rapides et crédibles. D'autre part, l'intervention non pas sous forme de simples liquidités mais par injection d'argent pour permettre la restructuration d'une banque apparemment insolvable peut être une bonne solution. Nombre d'observateurs aujourd'hui considèrent qu'il est urgent de trouver des solutions au problème d'aléa de moralité, c'est-à-dire au risque de voir les banques prendre d'autant plus de risques qu'elles se savent protégées en cas de crise. En 1889, ce risque a été réduit au minimum par les fortes pertes subies par les actionnaires des banques, et par les sanctions fortes prises contre les dirigeants et membres des conseils d'administration. Peut-être de telles mesures sont-elles la contrepartie nécessaire aux salaires très élevés des grands patrons qui se cooptent et se protègent dans les réseaux de l'élite financière.

L'organisation boursière « monopoliste » française et les réformes boursières des années 1890 fournissent aussi matière à réflexion aujourd'hui (pour plus de détails, voir Hautcœur, Lagneau-Ymonet et Riva (2010)). Depuis trente ans, la

dérégulation des marchés financiers a été menée au nom de l'efficacité supérieure de la concurrence, tandis que les grands intermédiaires financiers convainquaient les pouvoirs publics de la supériorité de l'autorégulation. En 2003, la directive européenne MIF (marchés d'instruments financiers) a parachevé cette évolution en instaurant la concurrence entre Bourses sur un pied d'égalité formelle entre marchés réglementés et non réglementés (*Over The Counter* – OTC) et en créant un continuum de formes d'organisation entre les deux qui ont déstabilisé les marchés réglementés. Cette concurrence, qui devait réduire les coûts de transaction et accroître la transparence, aboutit à un résultat pour le moins ambigu, lié sans doute à la puissance croissante d'un petit nombre de très gros intervenants, principalement anglo-saxons, qui tirent parti d'une information supérieure pour opérer pour leur propre compte à très haute fréquence et réaliser des profits importants, tout en faisant courir des risques (du fait du fort effet de levier avec lequel ils opèrent) au système financier dans son ensemble.

Les Bourses, auparavant arènes neutres où se rencontraient les opérateurs, ont été ainsi en quelque sorte privatisées et absorbées par les plus gros intermédiaires. L'histoire montre que la régulation des marchés ne contredit pas, mais renforce au contraire leur développement en limitant les pratiques prédatrices et en accroissant leur résilience face aux chocs. Cette leçon, démontrée par Fernand Braudel dans la très longue durée pour des marchés très divers, reste actuelle et peut-être plus que jamais nécessaire.

Bibliographie

Bagehot W. (1873), *Lombard Street. A Description of the Money Market*, John Wiley, New York, 1999.

DAVIS L. et NEAL L. (2005), « The evolution of the rules and regulations of the first emerging markets : the London, New York and Paris Stock Exchanges, 1792-1914 », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 45, nº 2-3, mai, p. 296-311.
HAUTCŒUR P.-C. (dir.) (2007), *Le Marché financier français au XIXe siècle*, vol. 1, *Récit*, Publications de la Sorbonne, Paris.
HAUTCŒUR P.-C., LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A. (2010), « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne "Marchés d'instruments financiers" », *Revue d'économie financière*, nº 98-99, août, p. 297-315.
HAUTCŒUR P.-C., REZAEE A. et RIVA A. (2010), « How to regulate a financial market ? The impact of the 1893-1898 regulatory reforms on the Paris Bourse », *Paris School of Economics Working Paper*, nº 1.
HAUTCŒUR P.-C. et RIVA A. (2011), « The Paris financial market in the XIXth century : complementarities and competition in microstructures », *Economic History Review*, à paraître.
HAUTCŒUR P.-C., RIVA A. et WHITE E. (2011), « Bagehot on the continent ? How the Banque de France managed the crisis of 1889 », *Document de travail*.
PIRRONG C. (1999), « The organization of financial exchanges markets : theory and evidence », *Journal of Financial Markets*, vol. 2, nº 4, p. 329-357.
RIVA A. (2007), « Les grandes Bourses italiennes à l'époque giolittienne », *Entreprises et Histoire*, vol. 48, nº 3, p. 9-28.